

中南米経済の見通し

～政策効果により回復に向かうブラジル、
景気拡大が続くメキシコ、不況入りしたアルゼンチン～

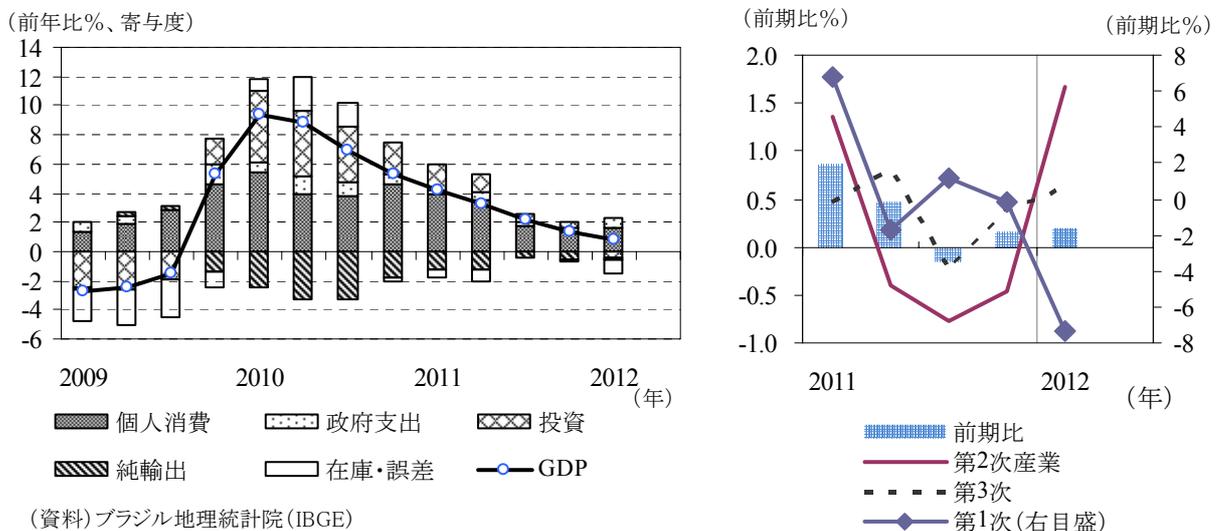
1. ブラジル経済

(1) 景気の現状

1-3 月期の成長率は低迷。ただし、干ばつが災いした面も
ブラジル経済は低成長が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%と低迷している。個人消費と政府支出が成長率を 2.3%ポイント押し上げたが、固定資本投資が成長率を 0.4%ポイント押し下げ、純輸出や在庫などが計 1%ポイント強押し下げた。

前期比ベースでも成長の加速がみられない。前期比成長率は昨年 10-12 月期と同じ+0.2%に留まった。もっとも 1-3 月期については干ばつという個別要因が成長率を悪化させた面もある。第 1 次産業の生産は前期比▲7.6%と低迷し、成長率を 0.3%ポイント程度押し下げた模様だ(第 1 図)。第 2 次、第 3 次産業は回復の兆しがうかがえるので、景気の実態は 0.2%という数字よりも改善していると考えられよう。但し、干ばつの影響は 4-6 月期も尾を引く可能性がある。

第1図: ブラジルの実質GDPの推移



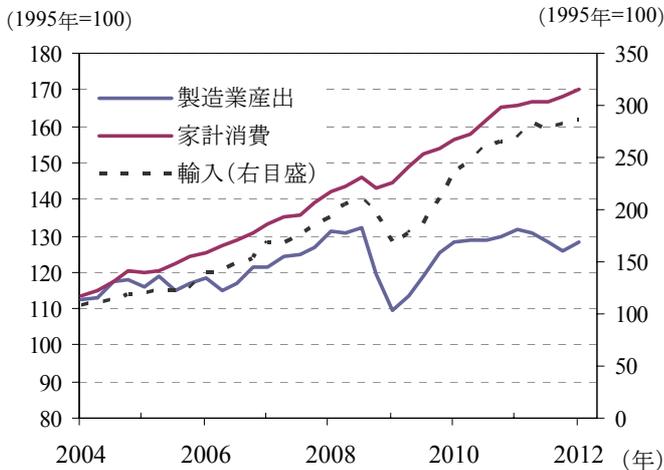
ブラジル経済に二面性。堅調な消費と弱い生産

家計消費は鈍化したとはいえ前年比+2%程度の増加を保っており、堅調である。最低賃金の引き上げ、手厚い社会保障・雇用制度、消費者信用の増加が、堅調な消費を支えている。ただし、その需要に応えているのは輸入だ。ブラジルは新興国の中でも突出して自国通貨高になっており、国内製造業は輸入品との競合に苦戦している（第2図、第3図）。

リアル高と世界景気の鈍化がブラジル製造業の重石に

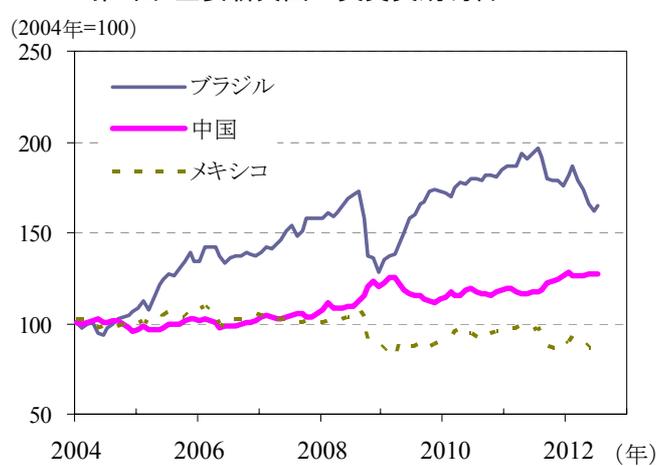
通貨高に世界経済の鈍化も加わり、輸出の伸びは急落した。2010年、2011年と3割増ペースで伸びていた輸出だったが、今年上期は前年同期比でゼロ成長に留まった。EU向けが▲6%となったほか、東欧向け▲38%、隣国アルゼンチン向け▲15%と振るわない。米国向けこそ+17%と堅調だが、中国向けは+6%に鈍化している。

第2図：需要（消費）と生産の乖離



(資料)ブラジル地理統計院

第3図：主要新興国の実質実効為替レート



(資料)国際決済銀行

(2) ブラジル経済の見通し

**下期以降、各種政策効果が現れ内需主導の回復へ
2012年の実質成長率は1.8%、2013年4.0%と予測**

今後、EU向けを中心に輸出には多くを期待できないなか、景気回復は内需主導とならざるを得ないだろう。そのため、中央銀行は昨年8月以来、累計4.5%ポイントの利下げを実施してきた（現在の政策金利は8.0%）。政府は民間消費の下支えのために、家電や自動車購入支援策を逐次、実施してきた。また輸入品との競合に苦しむ産業界からの要請に応え、リアル売りの為替介入を実施してきた。その結果、ブラジルの実質実効為替相場は過去1年間で約2割低下しており、依然水準は高いものの、この1年の下落率では主要新興国の中でトップとなっている。また、メルコスル域外からの輸入車の一部に増税を課すなど、保護主義的な対応まで採っている。

こうした対策の結果、第2次産業の生産に回復の兆しがでていますが、8月、政府は更に景気の後押しのため、インフラ投資計画（今後5年間で795億リアル、約3.1兆円）を発表した。ブラジルの強みは財政収支が黒

字であることだ。プライマリー収支は GDP 比 3%の黒字で、景気の一段の悪化に対しても財政出動する余力がある。

これら政策効果が今後、現れてくることになり、下期以降は景気回復が次第に鮮明になっていくだろう。

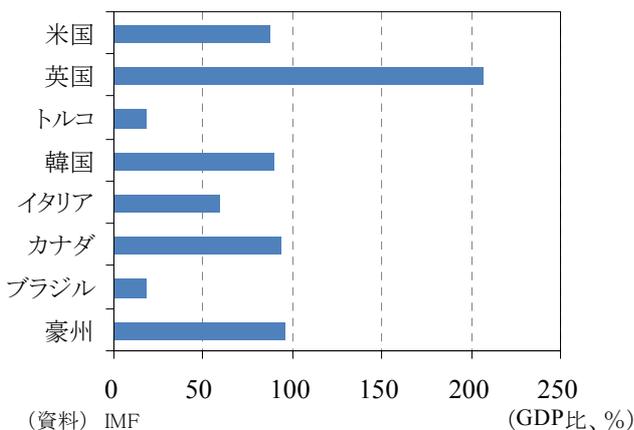
なお、消費に対する懸念材料として、消費者ローンの延滞率上昇が指摘されている。確かに、自動車ローンを含め消費者信用が急増していたことは懸念材料であるが、GDP 対比で国際比較するとブラジルの家計債務は依然として低い（第 4 図）。ブラジルではまだ住宅金融が発達していないためである。消費者信用について懸念なしとはしないが、基本的には家計債務の問題が景気の腰を折るような規模には達していないと見ることが可能だろう。同国の金融深化はこれからである。

インフレ率は 5%付近で下げ止まり。利下げはサイクル終盤

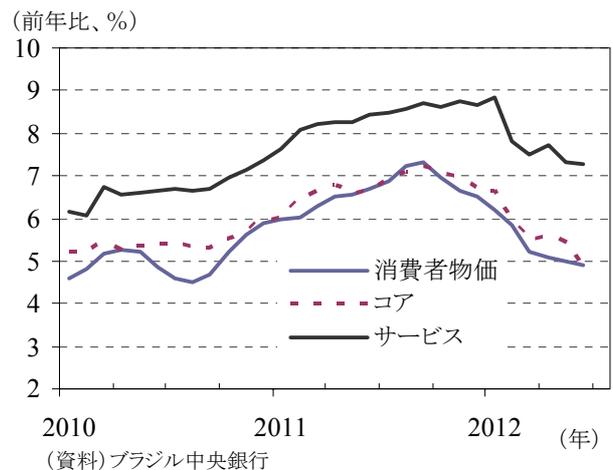
景気は回復に向かうが、それは景気対策に支えられたものであり、民間主体の自律的な成長軌道に乗るわけではない。インフレが政策課題になるのはまだ先だが、ブラジル経済は基本的に高コスト体質であるため、今後はインフレ率の低下は鈍り、現在の 5%付近で落ち着いていくだろう。そのため、利下げは終盤に差し掛かっていると考えられる。

利下げ局面の終了が近いことから、リアル安局面も終わりに近づいた可能性が高い。レアルの対ドル相場は、足元の 1 ドル=2.0~2.1 レアル付近で当分の間、留まるだろう。世界経済に大きな波乱がない限り、景気回復につれレアル高に向かうだろうが、政府のレアル高警戒も強い。7 月も 1 ドル=2.0 レアルを超えてレアル高になりかけると口先介入していた。レアルの上昇余地は限られるだろう。

第4図：家計債務(2010年)



第5図：消費者物価の推移



2. メキシコ経済

(1) 景気の現状

好景気が持続。
2012年上期の実質
成長率は前年同期
比+4.3%

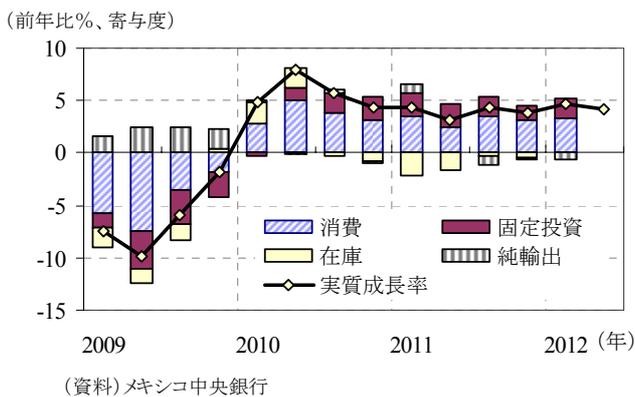
メキシコ経済は順調な景気拡大が続いている。1-3月期と4-6月期の実質GDP成長率は、それぞれ前年同期比+4.5%、+4.1%であった(第6図)。

成長を支えているのは設備投資だ。メキシコは近年、自動車生産の拠点として注目されており、自動車生産は近い将来、400万台に届くと言われている。そのための投資が続き、投資から消費への好循環が生まれている。両方でGDPを5%ポイント程度押し上げている。

インフレ率上昇も
コアは安定

インフレ率は6月に前年比4.3%に上昇、中央銀行の目標レンジ(3%±1%)から飛び出した。しかし、これは天候不順による食料品価格の上昇が主因である。好景気にもかかわらず、コア・インフレ率、労働需給を反映するサービス価格のインフレ率は安定している(第7図)。

第6図: 実質GDP成長率の推移



第7図: 消費者物価の推移



(2) メキシコ経済の見通し

目先やや減速も、息
の長い景気拡大が
続く見通し

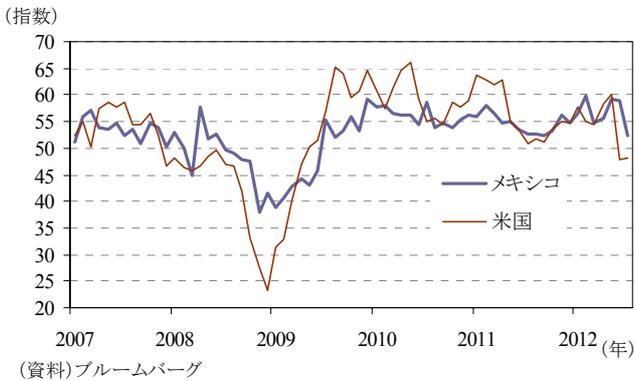
堅調な景気拡大が続くメキシコだが、短期的には成長率がやや減速すると思われる。メキシコの輸出は、80%近くが米国向けで、米国とメキシコの生産の相関係数は0.9と高い。今年前半の米国経済はやや減速しているので、その影響が暫く遅れてメキシコに及んでくるからだ(第8図)。

しかし、その後は持ち直し、設備投資主導の景気拡大が続く見通しだ。メキシコへ進出する企業が増えているのは、中国の人件費上昇によりメキシコとの賃金格差が縮小し(地域によっては逆転)、北米市場への「地の利」があるメキシコの優位性が高まっているからだ(第9図)。裾野の広い自動車産業の構築には時間がかかる。メキシコの設備投資ブームは今後も期待でき、息の長い景気拡大が続くだろう。

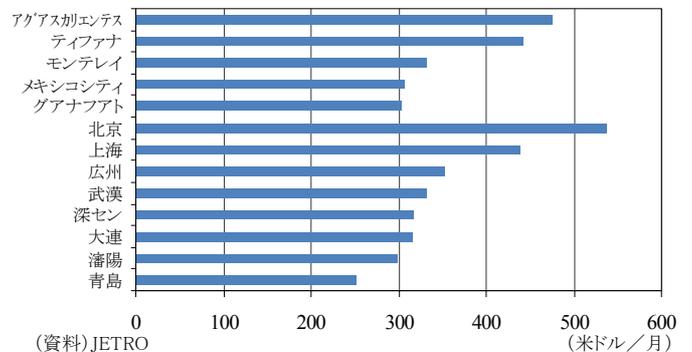
メキシコペソは割安なまま放置されている(第3図)。購買力平価からみると30%以上過小評価されているようだ。堅調な景気が続いていることが評価され、緩やかなペソ高が進むだろう。現在は1ドル=13ペソ

前半の相場が続いているが、2013 年末にかけ 1 ドル=12 ペソ程度に上昇するとみている。

第8図：米墨の製造業業況指数—新規受注



第9図：ワーカー(一般工職)の賃金比較(2010年)



3. アルゼンチン経済

(1) 景気の現状

外部環境の悪化と迷走気味の経済政策により不況入り

アルゼンチン経済は昨年後半から急速に減速してきたが、4-6 月期は更に悪化し景気後退期に入った可能性が高い (第 10 図)。景気は全面的に悪化している。まず、世界経済の減速により資源輸出が鈍化したことに加え、最大の貿易相手国であるブラジルの減速により工業品輸出も打撃を受けた。4 月から輸出入とも前年割れに陥っている。加えて、政府が厳しい輸入管理を始めたことで部材の供給が滞り、生産の減少も招いている。また企業経営への政府の干渉が嫌われ企業マインドが悪化、インフレが長引いていることから消費者マインドも委縮している。公式のインフレ率は 10%弱と発表されているが、実勢は 25%程度とみられている。そして、実勢インフレ率を前提にした賃上げがなされているため、インフレと賃金上昇の悪循環が起こり、アルゼンチンはスタグフレーションに陥っている。

(2) アルゼンチン経済の見通し

年内景気悪化続くが、穀物価格上昇とブラジル経済の立ち直りにより、2013 年は回復

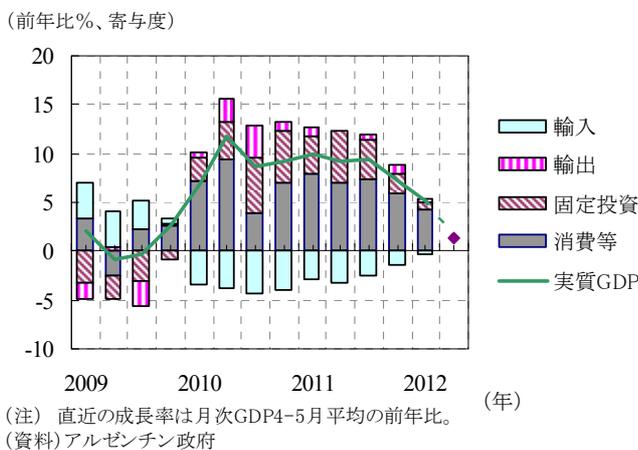
年内は景気悪化が続く見通しで、2012 年の成長率は 2.6%に低下するだろう。もっともアルゼンチンは GDP 統計の信ぴょう性にも疑いがもたれており、実態はゼロ%台の成長率になっている可能性がある。

こうしたなか、アルゼンチンにとって朗報は穀物価格が急騰していることだ。大豆や穀物についてはアルゼンチンは世界有数の輸出国である。2012 年は作柄が悪かったが、2013 年は天候に恵まれれば 1 割程度の増産が可能だ。数量・価格の両面で輸出増となり景気回復に貢献しよう。また、最大の輸出先であるブラジルの経済の立ち直りも追い風となろう。ブラジル向け輸出は 160 億ドルにのぼり、2 位の中国向け (60 億ドル) を大きく上回っている (2011 年)。

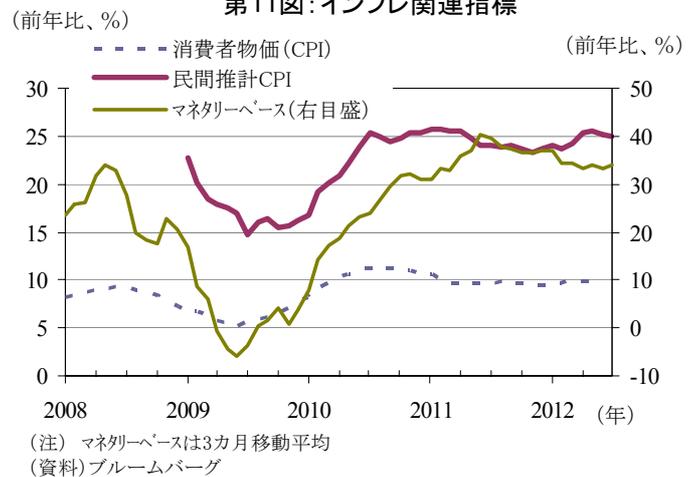
ただし、インフレについては楽観できない。マネタリーベースが年率30%以上の勢いで増加しているからだ。2009年はインフレ率が低下したが、その際には先行してマネタリーベースの伸びが鈍化していた。現在のところ、公式統計ではインフレは10%弱で安定しているので、金融当局が量的な引き締めに移る兆しはなく、インフレ終息は難しいと考えられる（第11図）。

政府が管理している公式為替相場の下落は不十分であるため、高インフレは実質為替相場を押し上げ、アルゼンチンの価格競争力を奪っていく。そのため、景気が回復しても急成長は望めず、2013年の成長率は4.0%に留まるだろう。

第10図: 実質成長率



第11図: インフレ関連指標



第1表 中南米経済の見通し

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
ブラジル	2.7	1.8	4.0	6.6	5.1	5.5	▲ 525	▲ 580	▲ 620
アルゼンチン	8.9	2.6	4.0	9.8	10.0	10.0	0	▲ 1	▲ 2
メキシコ	3.9	3.8	3.3	3.4	3.9	4.2	▲ 88	▲ 100	▲ 110
中南米全体 (注)	4.1	2.9	3.9	6.8	6.0	6.3	▲ 618	▲ 544	▲ 560

(注) 全体の数値は、主要7カ国の統計に基づく。各国の比重は2010年のドル建て名目GDPによる。2011年は実績。

(国際通貨研究所 森川 央)

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 (次長 伊達)

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。